

跟踪评级公告

联合[2018]1167号

渤海金控投资股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

渤海金控投资股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

渤海金控投资股份有限公司公开发行的“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一八年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

渤海金控投资股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	剩余本金	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13 渤租债	34.90 亿元	(3+2) 年	AAA	AAA	2017-6-2
15 渤租 01	10 亿元	(3+2) 年	AAA	AAA	2017-6-2
15 渤租 02	5 亿元	(3+2) 年	AAA	AAA	2017-6-2

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	2,166.33	3,003.94	2,917.66
所有者权益 (亿元)	377.37	354.14	349.43
长期债务 (亿元)	1,207.13	1,792.74	1,784.37
全部债务 (亿元)	1,639.53	2,366.43	2,302.83
营业收入 (亿元)	242.58	359.34	74.13
净利润 (亿元)	28.41	31.56	5.90
经营性净现金流 (亿元)	139.45	210.23	54.85
营业利润率 (%)	36.33	40.97	48.51
净资产收益率 (%)	8.09	8.63	1.68
资产负债率 (%)	82.58	88.21	88.02
全部债务资本化率 (%)	81.29	86.98	86.83
流动比率 (倍)	0.92	0.74	0.94
EBITDA (亿元)	123.49	209.35	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.05	2.61	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.09	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.48	4.20	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成；3、2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA 与本报告跟踪债券本金之和。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对渤海金控投资股份有限公司（以下简称“公司”或“渤海金控”）的跟踪评级，反映其作为目前国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，2017 年以来业务规模和资产规模延续了近年来的增长趋势，营业收入及利润快速增长。公司股东海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）和其股东海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）资本实力较强，客户资源丰富，作为其下属子公司，公司在业务发展、海外并购、资金使用等方面得到了股东的大力支持。

同时，联合评级也关注到，近年来，伴随着租赁业务规模的扩张，公司刚性债务规模增长较快，杠杆水平较高；公司境内外各平台间协同效果及资产整合情况需进一步关注。

未来随着国家一带一路、海上丝绸之路、国有企业改革、供给侧改革的政策落实，同时全球主要发达经济体和新兴市场经济体复苏，公司有望继续保持经营优势，收入和利润水平有望继续提高。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，公司业务规模和资产规模延续了近年来迅速增长的趋势，保持较强盈利能力。

2. 公司作为目前国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，2017 年以来随着海外并购及对子公司的整合，飞机租赁业务竞争力大幅

提升，集装箱租赁业务在全球保持很强的竞争力。

3. 海航集团的资本实力较雄厚，盈利能力较强，客户资源丰富，公司作为其下属子公司，在业务发展、海外并购、资金使用等方面得到了海航集团的大力支持。

关注

1. 2017 年公司收购海外飞机租赁子公司，对公司境内外各平台间协同能力及资产整合能力提出了更高的要求。另外，公司海外业务占比较大，容易受到汇率变动的影响，存在一定的汇率风险。

2. 公司的租赁业务产生的应收账款中用于抵、质押以取得借款的占比较大，受限资产比例较大。

3. 伴随着租赁业务规模的扩张，公司债务规模增长较快，整体杠杆水平较高，其中一年内到期的债务逾 500 亿元，公司存在一定短期偿债压力。

4. 海航资本已将其持有的渤海金控股份中的 99.12% 对外质押，需对此持续关注。

分析师

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话：010-85172818

邮箱：jiayh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

渤海金控投资股份有限公司（以下简称“渤海金控”或“公司”），原名渤海租赁股份有限公司，其前身为新疆汇通（集团）股份有限公司（以下简称“新疆汇通”），于1993年8月成立。1996年7月，经中国证监会证监发审字[1996]95号和证监发审字[1996]96号文件批准，公司股票在深交所挂牌交易，股票简称“渤海租赁”，股票代码为“000415.SZ”。2016年，公司变更公司名称为现名，证券简称由“渤海租赁”变更为“渤海金控”，证券代码不变。

近年来，公司持续进行增资扩股，股本规模不断增加；截至2018年3月末，公司股本总额为61.85亿元；其中，第一大股东海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）持股比例为34.91%，其一致行动人持股比例为17.87%，合计持股52.78%，公司最终实际控制人为海南省慈航公益基金会（见附件1）。

截至目前，海航资本已将其持有的渤海金控股份中的99.12%对外质押。

表1 截至2018年3月末公司前五大股东持股情况（单位：%）

序号	项目	持股比例
1	海航资本集团有限公司	34.91
2	深圳兴航融投股权投资基金合伙企业（有限合伙）	8.52
3	天津燕山股权投资基金有限公司	5.01
4	西藏瑞华资本管理有限公司	4.26
5	广州市城投投资有限公司	4.26
合计		56.96

数据来源：公司2018年一季度报，联合评级整理。

公司营业范围：市政基础设施租赁；电力设施和设备租赁；交通运输基础设施和设备租赁以及新能源、清洁能源设施和设备租赁；水务及水利建设投资；能源、教育、矿业、药业投资；机电产品、化工产品、金属材料、五金交电、建筑材料、文体用品、针纺织品、农副产品的批发、零售，租赁业务的咨询服务，股权投资、投资咨询与服务。【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】

截至2018年3月底，公司内设业务部一部、二部、三部、计划财务部、综合管理部、创新投资部、风险控制部、审计部、董事会办公室等9个职能部门；公司设唯一的一级全资子公司天津渤海租赁有限公司（以下简称“天津渤海”）；除天津渤海本部外，公司的主要运营主体有皖江金融租赁股份有限公司（以下简称“皖江金租”）、横琴国际融资租赁有限公司（以下简称“横琴租赁”）、香港渤海租赁资产管理有限公司（含Global Sea Containers Ltd.（以下简称“GSC”）和Avolon Holdings Ltd（以下简称“Avolon”）等）。截至2018年3月末，公司正式员工776人。

截至2017年末，公司合并口径下资产总额3,003.94亿元，其中应收融资租赁款净额572.73亿元，固定资产1,802.98亿元；负债总额2,649.81亿元；所有者权益合计354.13亿元，其中，归属母公司所有者权益316.37亿元；2017年，公司实现营业收入359.34亿元，净利润31.56亿元，其中，归属母公司所有者净利润26.30亿元。

截至2018年3月末，公司合并口径下资产总额2,917.66亿元，其中应收融资租赁款净额504.16亿元，固定资产1,704.93亿元；负债总额2,568.23亿元；所有者权益合计349.43亿元，其中，归属母公司所有者权益311.16亿元；2018年1~3月，公司实现营业收入74.13亿元，净利润5.90亿元，其中，归属母公司所有者净利润5.42亿元。

公司注册地址：新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市黄河路93号，法定代表人：卓逸群。

二、跟踪债券概况

“13 渤租债”

2013年8月15日，公司发行35亿元公司债券，债券票面利率：2013年8月15日~2016年8月15日为6.00%，2016年8月15日~2018年8月15日为6.00%+上调基点；期限为5(3+2)年，附第3年末投资者回售选择权，根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回售确认报表，“13 渤租债”回售数量100,800张，回售金额10,080,000元（不含利息），剩余本金34.90亿元，后2年的利率维持在6.00%。本期债券的付息日为2014年至2018年每年的8月15日，到期日和兑付日为2018年8月15日。本期公司债券已于2013年10月11日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“13 渤租债”，证券代码“112188.SZ”。公司于2017年8月15日支付了2.09亿元利息。

“15 渤租 01”

2015年9月15日，公司发行10亿元公司债券，债券票面利率：2015年9月15日~2018年9月15日为4.62%，2018年9月15日~2020年9月15日为4.62%+上调基点；期限为5(3+2)年，附第3年末投资者回售选择权。本期债券的付息日为2016年至2020年每年的9月15日，到期日和兑付日为2020年9月15日。本期公司债券已于2015年11月17日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“15 渤租 01”，证券代码“112279.SZ”。公司于2017年9月19日支付利息4,620万元。

“15 渤租 02”

2015年9月22日，公司发行5亿元公司债券，债券票面利率：2015年9月22日~2018年9月22日为4.50%，2018年9月22日~2020年9月22日为4.50%+上调基点；期限为5(3+2)年，附第3年末投资者回售选择权。本期债券的付息日为2016年至2020年每年的9月22日，到期日和兑付日为2020年9月22日。本期公司债券已于2015年11月17日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“15 渤租 02”，证券代码“112284.SZ”。公司于2017年9月22日支付利息2,250万元。

根据公司年报披露，上述公司债券的募集资金扣除发行费用后用于补充营运资金及适用的法律法规允许的其他用途。截至目前，募集资金已全部按照规定使用完毕。

三、行业分析

融资租赁行业平稳发展，但对社会融资的贡献度仍很低。

2017年，融资租赁行业继续保持增长势头。截至2017年末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司）总数为9,090家，较年初增长27.38%。截至2017年末，我国融资租赁合同余额总量为60,600亿元，较年初增长13.70%；其中金融租赁合同余额22,800亿元，占比37.62%；内资租赁合同余额18,800亿元，占比31.02%；外资租赁合同余额19,000亿元，占比31.35%，三类租赁公司的市场份额相对均衡。

从社会融资渠道选择上来看，使用“期末融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”反应租赁形式对社会融资的贡献度，截至2017年末，融资租赁行业渗透率为3.47%，仍持续处于较低水平。

融资成本攀升、流动性趋紧，盈利指标面临下滑压力；宏观经济下行，资产质量仍需关注。

在金融体系降杠杆防风险的主基调上，流动性或仍将呈现趋紧状态，融资成本攀升，盈利指标将面临一定的下行压力。另外，由于宏观经济面临下行压力，融资租赁企业的资产质量下行压

力及租金回收风险不断上升，融资租赁企业资产质量仍是关注重点。

监管环境趋于统一，政策环境有所改善。

2018年5月，商务部公告已将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”），自4月20日起，有关职责由银保监会履行。融资租赁公司和金融租赁公司都由银保监会管理后，租赁市场将更加规范，监管环境由多头监管变为统一监管。

2018年是全面贯彻十九大精神、决胜全面建成小康社会的第一年，随着国家多个重大战略实施以及金融工作回归服务实体经济本源，融资租赁行业政策环境会进一步得到改善，融资租赁企业有望面临重要发展机遇。

四、管理和内控分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员均有较大变动，其中2017年新任董事2名，分别为董事长卓逸群先生、副董事长闻安民先生，2018年新任董事3名，分别为副董事长房丽民先生、郑宏先生和刘文吉先生；2018年新任监事2名，分别为卢声先生和马丽女士；现任高级管理人员任职日期均在2017年及之后。新任董事、监事及高管多数曾任职于海航集团或其旗下子公司。

2017年以来公司内控管理无重大变更。公司聘请天职国际会计师事务所对公司2017年内控情况进行了审计，并于2018年4月24日出具了《渤海金控2017年度内部控制审计报告》，公司也于4月24日披露了经董事会审议的《渤海金控2017年度内部控制评价报告》，两份报告均认为公司内控完整有效，未发现重大及重要缺陷。2017年以来除因部门及人员调整涉及的操作流程及审批节点等更新外，公司内控管理无重大变更。

2017年公司通过下属全资子公司Avolon收购美国纽约证券交易所上市公司CIT Group Inc.（以下简称“CIT”）下属飞机租赁业务即CIT子公司C2 Aviation Capital, Inc.（以下简称“C2”）的业务，于2017年4月完成交割，并于当年10月完成整合工作，整合后内控流程与Avolon原流程基本保持一致。同时，海外子公司Avolon及Seaco（Cronos）均于每季度进行内控自评工作，内控管理效果良好。

总体看，跟踪期内，公司管理层发生了较大的变化，但不影响公司整体运营；2017年公司继续收购海外飞机租赁公司，对公司的子公司的管理能力提出了更高的要求。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年公司将C2纳入合并范围，并且飞机租赁业务规模迅速扩大。受以上因素影响，2017年公司实现营业收入359.34亿元，同比大幅增长48.14%，实现净利润31.56亿元，同比增长11.08%，增幅小于收入主要系并购产生的融资利息支出及其他相关管理费用增长所致。公司收入主要来源于融资租赁业务、经营租赁业务和飞机销售业务，随着C2纳入合并范围，经营租赁收入增长较快，2017年实现收入211.34亿元，同比大幅增长82.63%，占比亦由2016年的47.71%增至58.81%。受此影响，公司其他各版块收入占比均有不同程度的下降，2017年公司实现融资租赁和融资租赁咨询收入46.97亿元，同比增长20.80%，占比为13.07%，较上年下降2.96个百分点；飞机/集装箱销售收入98.02元，同比增长16.07%，占比为27.28%，较上年下降7.53个百分点。

从地区分布看，公司营业收入以海外收入为主，且占比延续了近年来的增长态势。2017年全

年其他国家和地区实现营业收入 280.84 亿元，占营业收入比重为 78.15%，较上年增长 4.46 个百分点。

从毛利率水平来看，2017 年以来随着融资成本攀升，融资租赁及融资租赁咨询业务毛利率有所下降，但同时收入占比较大的经营租赁和飞机/集装箱销售毛利率有所上涨，综合毛利率增至 41.14%。

表 2 公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
融资租赁和融资租赁咨询	38.88	16.03	53.49	46.97	13.07	47.84	10.21	13.77	40.46
经营租赁	115.72	47.71	54.58	211.34	58.81	56.05	54.09	72.97	56.92
飞机/集装箱销售	84.45	34.81	4.58	98.02	27.28	6.78	9.14	12.33	10.84
其他	3.52	1.45	35.92	3.01	0.84	8.28	0.69	0.93	17.23
合计	242.58	100.00	36.66	359.34	100.00	41.14	74.13	100.00	48.60

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从关联交易方面来看，公司关联交易主要系关联航空公司产生的飞机经营性租赁业务。2017 年公司合并范围产生的关联企业的租赁收入共计 25.23 亿元，其中经营租赁收入 23.87 亿元，融资租赁收入 1.36 亿元，公司关联交易额度占比不高，且主要以与关联航空公司产生的飞机经营性租赁业务为主。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 74.13 亿元，同比下降 21.97%，主要系公司出售飞机数量下降所致；受此影响，公司经营租赁收入占比大幅增至 72.97%，由于经营租赁毛利率水平较高，综合毛利率上升至 48.60%；同期实现净利润 5.90 亿元，较上年同期增加 5.41%。

总体来看，随着公司合并规模进一步扩大，业务规模进一步提高，2017 年以来公司租赁业务保持良好发展势头，营业收入及利润保持增长态势，同时联合评级关注到公司海外业务占比较大，容易受到汇率变动的的影响。

2. 天津渤海本部租赁业务

天津渤海本部租赁业务以市政基础设施租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及飞机租赁业务为主。

截至 2017 年末，天津渤海租赁合同余额 245.62 亿元，较年初基本持平，主要包括天保道路管网项目、武汉大桥联合租赁等项目。从项目分布情况看，随着天津渤海逐步拓展飞机租赁业务，截至 2017 年末，天津渤海租赁业务中飞机租赁占比最大，飞机融资租赁项目余额 148.54 亿元，占比 60.48%，呈增长态势；基础设施（包括公路道路、桥梁、管网等）租赁项目余额 41.55 亿元，占比持续下降，2017 年末为 16.92%；商业物业租赁项目余额 45.02 亿元，占比 18.33%；机械设备租赁项目余额 10.51 亿元，占比 4.28%。截至 2018 年 3 月末，天津渤海本部租赁项目余额 238.70 亿元，规模略有下滑，仍主要以飞机租赁为主，构成较年初变化不大。

表 3 天津渤海本部及 SPV 公司租赁项目分布情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁	57.81	23.79	41.55	16.92	39.02	16.35
飞机租赁	121.58	50.04	148.54	60.48	144.88	60.69

商业物业租赁	56.19	23.12	45.02	18.33	44.27	18.54
机械设备租赁	7.40	3.05	10.51	4.28	10.53	4.41
合计	242.98	100.00	245.62	100.00	238.70	100.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月末，天津渤海本部主要存续项目中前五大客户合同金额合计 77.95 亿元，占比 32.66%，集中度尚可。

表 4 截至 2018 年 3 月末天津渤海本部主要存续项目情况（单位：亿元，%）

租赁客户	金额	占比
天津港保税区管理委员会	40.37	16.91
成都大鼎置业有限公司	11.00	4.61
武汉市人民政府城市建设基金管理办公室	10.50	4.40
长春润德实业有限公司	9.46	3.96
舟山同基船业有限公司	6.62	2.77
合计	77.95	32.66

资料来源：公司提供

租赁资产质量方面，仅应收融资租赁款有五级分类标准，近年来天津渤海本部正常类资产占比持续下降，资产质量下降明显，关注类资产大幅增加，主要系承租人受到所处行业政策变化和趋严的影响，致使其自身的经营活动前景不乐观所致；截至 2018 年 3 月末关注类资产 21.85 亿元，行业主要集中于机械设备及商业物业不动产，其中单笔最大的项目金额为 11.30 亿元（成都大鼎置业有限公司），占比较高，关注类资产中其中已出现逾期的 0.09 亿元，相关风险需关注。不良率方面，天津渤海近年来不良资产呈增长趋势，全部为可疑类，截至 2018 年 3 月末不良率为 0.87%。经营租赁方面，截至 2018 年 4 月末，天津渤海经营租赁产生的逾期租金合计 2.28 亿元，其中逾期 30 天以内的 0.75 亿元，30~60 天的 0.86 亿元，60~90 天的 0.19 亿元，90~180 天的 0.49 亿元，无 180 天以上逾期。

表 5 天津渤海本部融资租赁业务资产信用风险分级分类情况（单位：亿元，%）

类别	2016 年末		2017 年末		2018 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类资产	113.86	93.70	79.20	81.56	71.15	75.84
关注类资产	6.90	5.67	17.09	17.60	21.85	23.29
次级类资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
可疑类资产	0.76	0.63	0.81	0.84	0.81	0.87
损失类资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	121.52	100.00	97.10	100.00	93.82	100.00

资料来源：公司提供

注：五级分类仅适用于融资租赁业务，因此以上表格列式应收融资租赁款，不含经营租赁。

融资渠道方面，天津渤海由主要依靠单一项目贷款向全方位融资转变；融资渠道包括项目贷款、中期流动资金贷款、私募债券（PPN）、公司债券及其他直接融资工具。天津渤海融资渠道及占比情况如下表，其中项目贷款仍是最主要的融资方式，但占比呈下降趋势，由年初的 69.25% 降至 2017 年末的 58.97%，公司债券近年来占比大幅下降，尤其在债券市场低迷背景下 2017 年末占比由年初的 20.12% 降至 9.75%；除以上两种融资方式之外，天津渤海还通过中期流动资金贷款、私募债券及其他融资方式获得资金；2017 年天津渤海其他融资渠道主要有信托借款、应收租赁款

转让或质押借款、固定资产抵押借款、关联方委托贷款（与公司）、关联方借款（与海航资本）等，融资成本约为 5%~6.4%，总体看，天津渤海融资渠道较丰富。

表 6 天津渤海融资结构情况（单位：亿元，%）

借款明细	2016 年末		2017 年末		2018 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
项目贷款	154.99	69.25	180.07	58.97	165.12	61.26
中期流动资金贷款	13.80	6.17	13.60	4.45	13.60	5.05
私募债券（PPN）	10.00	4.47	10.00	3.27	9.99	3.71
公司债券	45.02	20.12	29.77	9.75	29.79	11.05
其他	--	--	71.92	23.55	51.05	18.94
合计	223.81	100.00	305.35	100.00	269.55	100.00

资料来源：公司提供

总体来看，天津渤海本部业务规模有所增长，业务构成方面基础设施/道路桥梁/轨道交通租赁类占比有所下降，逐步向飞机租赁业务渗透；租赁资产中关注类占比大幅增长，需对其资产质量保持关注；融资渠道仍以项目贷款为主，但占比有所下降，融资渠道仍较丰富。

3. 皖江金租业务

皖江金租于 2015 年 11 月 24 日成功登陆新三板系统，成为国内首家在新三板挂牌的金融租赁公司，截至 2017 年末，公司持股 53.65%。

截至 2017 年末，皖江金租总资产规模 447.62 亿元，较年初增长 15.48%，净资产为 60.41 亿元，较年初增长 3.42%；全年实现营业收入 32.49 亿元，同比增长 30.22%，净利润 5.44 亿元，同比增长 7.54%。随着皖江金租业务的发展，截至 2017 年末，皖江金融租赁项目合同余额 417.43 亿元，较年初增长 16.98%，按行业划分，基础设施合同余额占比仍然最大，2017 年末为 73.35%；机械设备合同余额 69.84 亿元，占比 16.73%，行业集中度高。按项目地区划分，华东地区占比最高，达到 31.27%，华中、西南、华北地区占比均超过 10%，单一地区集中度有所下降，地区集中度尚可，分布较为均匀。

2018 年以来，随着租赁合同的到期及租赁业务发展放缓的影响，截至 2018 年 3 月末，皖江金租合同余额 357.11 亿元，较年初下降 14.45%；行业分布较年初变化不大，集中于基础设施行业，占比 74.29%。

表 7 皖江金租合同余额行业分布情况（单位：亿元，%）

行业	2016 年末		2017 年末		2018 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
机器设备	68.00	19.06	69.84	16.73	61.16	17.13
基础设施	275.94	77.33	314.55	73.35	265.30	74.29
飞机	0.95	0.27	3.23	0.77	3.05	0.85
其他	11.95	3.35	29.82	7.14	27.61	7.73
合计	356.84	100.00	417.43	100.00	357.11	100.00

资料来源：公司提供

表 8 皖江金租合同余额地区分布情况 (单位: 亿元, %)

地区	2016 年末		2017 年末		2018 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	135.69	38.03	130.55	31.27	96.08	26.91
华中	64.59	18.10	65.99	15.81	60.09	16.83
西南	53.99	15.13	87.14	20.88	80.98	22.68
西北	34.09	9.55	33.52	8.03	30.22	8.46
华北	43.28	12.13	65.52	15.69	56.94	15.95
华南	1.54	0.43	3.99	0.96	4.03	1.13
东北	23.67	6.63	30.72	7.36	28.78	8.06
合计	356.84	100.00	417.43	100.00	357.11	100.00

资料来源: 公司提供

皖江金租项目担保方式多样, 主要有风险抵押金、保证金、第三方公司担保、土地和房产抵押、股权质押、个人无限连带责任等多种方式。随着皖江金租业务规模的扩大, 租赁资产规模有所增长, 2017 年末由年初的 356.84 亿元增长至 453.91 亿元, 增幅 27.20%, 其中正常类占比 96.26%, 较年初小幅增加, 但 2017 年新增损失类资产 0.39 亿元, 占比 0.09%。2018 年以来不良率小幅增长, 3 月末为 1.77%。

表 9 皖江金融租赁资产¹信用风险分级分类情况 (单位: 亿元, %)

类别	2016 年末		2017 年末		2018 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类资产	334.02	93.60	436.95	96.26	362.24	95.84
关注类资产	16.92	4.70	9.60	2.12	9.03	2.39
次级类资产	2.44	0.70	3.54	0.78	2.47	0.65
可疑类资产	3.46	1.00	3.43	0.76	4.22	1.12
损失类资产	0.00	0.00	0.39	0.09	0.00	0.00
合计	356.84	100.00	453.91	100.00	377.96	100.00
不良资产	5.90	1.70	7.36	1.62	6.69	1.77

资料来源: 公司提供

注: 不良资产=次级类资产+可疑类资产+损失类资产;

总体来看, 皖江金租业务规模波动较大, 2018 年以来出现大幅下降, 租赁资产质量尚可, 正常类项目占比保持较高水平, 项目行业集中于基础设施建设, 存在一定的行业集中度过高风险。

4. 横琴租赁业务

横琴租赁为商务部监管的中外合资租赁公司, 2017 年 2 月, 公司及澳门南通信托投资有限公司、珠海大横琴投资有限公司合计对横琴租赁增资 4.12 亿元, 截至 2017 年末, 横琴租赁注册资本 6.60 亿元, 公司持股 64.00%。2017 年横琴租赁受到融资成本高的影响, 项目审核中, 受到资金匹配压力较大, 过会率低, 因此全年仅新增 1 单, 签约金额为 1.00 亿元。针对资金方面, 横琴租赁未来将加大外部融资渠道开拓, 包括加强同银行及融资租赁同业机构的合作等; 加强内部资金协调, 盘活现有资产, 提高资金使用效率。

¹ 其他正常类项目不仅包括融资租赁资产余额, 还包括计提拨备的其他项目: 应收款项、存放同业等, 故与租赁合同余额略有差异。

表 10 横琴租赁租赁合同签约情况 (单位: 个, 亿元)

行业	2016 年		2017 年	
	签约数量	签约金额	签约数量	签约金额
医疗	1	0.30	--	--
新能源	8	4.67	--	--
传统设备	3	6.05	--	--
其他	1	2.00	1	1.00
合计	13	13.02	1	1.00

资料来源: 公司提供

2017 年以来随着存量项目逐渐到期并且新增项目较少, 总资产和应收融资租赁款净额分别降至 12.34 亿元和 11.24 亿元, 降幅分别为 19.66% 和 23.43%。受以上因素影响, 风险资产²余额有所下降, 2017 年末为 11.30 亿元, 较年初下降 23.49%, 风险资产/净资产为 1.51 倍, 较年初下降 3.70 倍, 2017 年以来受股东增资的影响资金杠杆大幅下降。资产质量方面, 2017 年横琴租赁仍无不良资产, 资产质量较好。

表 11 横琴租赁资产情况 (单位: 亿元, 倍)

项目	2016 年末	2017 年末
资产总额	15.36	12.34
净资产	2.84	7.47
应收融资租赁款净额	14.68	11.24
风险资产	14.77	11.30
风险资产/净资产	5.21	1.51
不良资产	0.00	0.00

资料来源: 公司提供

总体看, 2017 年横琴租赁业务发展速度放缓, 仅完成 1 单业务; 租赁资产质量较好, 2017 年以来仍无不良资产; 随着股东注资, 资金杠杆大幅下降, 未来仍有业务扩张的空间, 但未来的融资成本的控制情况对横琴租赁业务发展的影响仍需关注。

5. Avolon 飞机租赁业务

2016 年 10 月公司通过 Avolon 等子公司启动了对 CIT 下属飞机租赁业务的收购, 即收购 CIT 持有的 C2 的 100% 股权, 并于 2017 年 4 月完成了此次收购的股权交割, 现已成为全球第三大飞机租赁公司。

截至 2018 年 3 月末, Avolon 自持飞机 576 架, 管理飞机 2 架, 飞机型号主要以 A320、B737 为主。Avolon 下游主要客户为境外各航空公司, 目前已与遍布全球 30 多个国家的 50 余家航空公司合作。公司当前和未来的客户主要集中在高性能低成本航空公司 (以下简称“廉航”), 全世界范围内对中短途航线的需求的快速增长带动了廉航的快速发展, 为快速发展的各廉航提供优质高效的飞机租赁业务是公司当前业务的发展重心。

公司飞机租赁板块资金来源主要为境外金融机构借款和境外发行资产证券化产品。截至 2018 年 3 月末, 公司飞机租赁板块境外银行借款余额人民币 1,153.38 亿元。除飞机租赁业务外, 飞机销售为公司重要的收入来源。Avolon 的管理团队在飞机资产投资、资产定价、租期管理和资产退出方面拥有成熟的经验, 对市场具有较强的研判和提前布局能力。Avolon 专门成立了飞机处置部

² 风险资产=总资产-现金-银行存款-国债-委托租赁资产

门，结合对市场的研判和飞机资产的跟踪，将飞机继续租赁的产生的现金流现值和处置收入进行对比，若处置飞机相对有利时，便以变卖飞机或转租赁等形式迅速处置相应飞机。目前飞机销售成为公司重要的收入来源，2017 年实现收入 91.09 亿元，占公司营业收入比重的 25.35%。

总体来看，公司通过连续收购国外飞机租赁公司以及整合原有飞机租赁公司业务，目前已成为全球第三大飞机租赁公司，市场竞争力显著增强，随着公司海外并购规模的扩大，飞机租赁业务规模及竞争力有望进一步增强。

6. GSC 集装箱租赁服务

2016 年，公司通过 GSC 完成了对 Seaco SRL 和 Cronos Ltd. 的整合，集装箱业务信息按照 GSC 口径统一反映。截至 2017 年末，Seaco 和 Cronos 自有和管理的集装箱合计 355 万 CEU，服务于来自 76 个国家的 775 家客户，集装箱分布于全球的 163 个港口，为全球第二大集装箱租赁公司（以 CEU 计）。

2017 年以来，GSC 集装箱数量有所增长，截至年末共有集装箱 154.87 万个，较年初增长 8.94%，构成仍以集装箱干柜为主，占比 78.70%。2017 年以来，受大宗干散货供需变化、全球经济增长提速等多重因素刺激，波罗的海干散货指数（BDI）创下近年新高，全球航运及集装箱租赁市场呈现向好趋势，各种集装箱出租率均有所增长，分别同比增长 5.30、1.70、3.70 和 0.10 个百分点。租金方面，各种集装箱平均租金均较上年变化不大。

表 12 GSC 集装箱业务情况表（单位：万个，%，美元/天）

名称	2016 年			2017 年		
	期末数量	平均出租率	平均租金	期末数量	平均出租率	平均租金
集装箱干柜	110.74	92.00	0.80	121.88	97.30	0.79
冷藏集装箱	16.85	95.00	4.83	18.14	96.70	4.61
特种集装箱	10.36	85.70	3.47	10.61	89.40	3.49
罐式集装箱	4.21	86.10	6.72	4.23	86.20	6.51
合计	142.16	--	--	154.87	--	--

资料来源：公司提供

总体看，GSC 在集装箱租赁领域经营上已相对成熟，竞争优势明显。联合评级同时关注到集装箱业务易受航运市场的影响，未来收入具有一定的不确定性。

7. 重大事项

重大资产重组

2018 年 1 月，公司因控股股东海航资本正在筹划涉及公司的重大事项申请停牌，本次重大资产重组的初步方案为公司拟向海航资本发行股份购买其持有的渤海国际信托股份有限公司部分股权，并可能涉及向渤海信托进一步增资。目前，公司及有关各方将全力推进本次重大资产重组事项的各项工作。

拟出售皖江金租部分股权

2018 年 3 月，公司计划出售皖江金融租赁部分股权，预计股权交易完成后，天津渤海租赁持有皖江金融租赁的股权比例将由 53.65% 下降至 17.78%，公司将丧失对皖江金融租赁的控制权。截至 2017 年末，皖江金租全部债务 344.21 亿元，占公司合并范围全部债务的 14.55%，其中短期债务 229.87 亿元，长期债务 114.34 亿元。公司计划出售皖江金租股权，若股权转让完成，公司将

不再将其纳入合并范围，公司的债务负担将在一定程度上有所减轻。

截至 2018 年 5 月 15 日，公司全资子公司天津渤海与安徽省投资集团控股有限公司（以下简称“安徽省投”）签署的《皖江金租股权转让框架协议》约定的 50 天排他期期限已满。天津渤海于 2018 年 5 月 15 日接到安徽省投通知，天津渤海与安徽省投未能在排他期内就上述皖江金租 16.5 亿股股权交易事项达成一致，经各方友好协商，安徽省投决定放弃受让皖江金租 16.5 亿股股权。天津渤海将继续与符合监管部门要求的意向投资人就上述皖江股权转让事项进行磋商并根据谈判情况签署交易协议等相关法律文件。

总体看，公司拟进行的重大资产重组及出售部分皖江金租股权事宜仍在进行中，未来仍存在较大不确定性，联合评级将对以上事项保持关注。

8. 经营关注

产业升级转型带来的风险

由于国家当前正在进行产业结构调整，而租赁公司服务的大部分企业也都在转型升级的过程中，企业转型升级导致的业务稳定性将间接影响经营状况。

资产整合风险

继大规模并购后，公司境内外各平台间协同能力及资产整合能力需进一步提升，公司正在积极消化吸收境外先进的管控经验，提升整体管控及资产整合水平。

汇率风险

目前公司旗下境外子公司主要有 Seaco SRL、Cronos 和 Avolon（含 HKAC 和 C2）等，其资产均以美元计价，美元汇率波动会直接影响三家海外公司的业务，对自身整体业绩产生一定影响。

资产质量下行压力

近年来国内经济下行，企业信用风险攀升，境内融资租赁业务资产质量遇到一定的下行压力。

9. 未来发展

近年来，公司以成为“全球领先的租赁产业集团”为目标，抓住有利时机，迅速实现了租赁主业的拓展和全球化的布局，已成为全球第二大集装箱租赁集团及第三大飞机租赁集团，在国际市场上形成了一定品牌效应和影响力。但值得注意的是，2017 年以来，面临国内降杠杆、金融监管趋严的环境，加之海航系舆情对公司的资金流动性、融资成本都产生了负面影响，加大了公司的融资难度，公司面临的流动性压力有所上升。

2018 年，公司根据国内外经济环境制定了最新的发展战略，主要包括以下方面：加强对现有租赁资产的整合提升；建立境内外联动机制，提升租赁业务服务中国实体经济能力；探索新型业务领域和区域，助力中国产品走出去；优化资产结构、降低财务杠杆。

总体看，公司的发展规划符合公司自身定位，并根据国内外经济环境及时进行转型，未来发展效果仍有待观察。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年度合并财务报表和 2018 年一季度报表，年度合并财务报表由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见，2018 年一季度报未经审计。2017 年将 C2 纳入合并范围且天津航空金融服务有限公司不再纳入合并范围，财务数据可比性较差。

截至 2017 年末，公司合并口径下资产总额 3,003.94 亿元，其中应收融资租赁款净额 572.73 亿元，固定资产 1,802.98 亿元；负债总额 2,649.81 亿元；所有者权益合计 354.13 亿元，其中，归属母公司所有者权益 316.37 亿元；2017 年，公司实现营业收入 359.34 亿元，净利润 31.56 亿元，其中，归属母公司所有者净利润 26.30 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并口径下资产总额 2,917.66 亿元，其中应收融资租赁款净额 504.16 亿元，固定资产 1,704.93 亿元；负债总额 2,568.23 亿元；所有者权益合计 349.43 亿元，其中，归属母公司所有者权益 311.16 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 74.13 亿元，净利润 5.90 亿元，其中，归属母公司所有者净利润 5.42 亿元。

2. 资产质量

随着公司经营规模及合并范围的增长，公司资产规模有所增长，截至 2017 年底，公司合并资产总额为 3,003.94 亿元，较年初增长 38.67%；其中货币资金占比 8.85%，应收融资租赁款净额占比 19.13%，固定资产占比 60.02%。

截至 2017 年末，公司货币资金为 265.91 亿元，较年初增长 37.23%。货币资金中，存放于境外的货币资金为 139.65 亿元；所有权受到限制的货币资金 100.85 亿元，主要为质押的资金以及保证金和存放中央银行的法定准备金以及收到的融资租赁资产证券化的本金和利息，均为境内资金。

截至 2017 年末，公司应收融资租赁款净额 574.64 亿元，较年初增加 9.13%，主要系融资租赁业务发展对应的融资租赁款增加所致（其中，长期应收款 418.02 亿元，一年内到期的长期应收款 156.63 亿元）。从账龄分布来看，长期应收款中，1 年以内的占比 27.10%，1~2 年的占比 26.54%；2~3 年的占比 18.84%；3 年以上的占 27.52%；长期应收款共计提坏账准备 5.78 亿元（一年内到期的部分未计提坏账准备）；长期应收款中用于质押借款的融资租赁余额占比 43.18%，受限资产占比较大。

公司固定资产主要为用于经营租赁的飞机及发动机、集装箱等，随着租赁业务的发展及合并范围的扩大，公司固定资产净值快速增长，截至 2017 年底，公司固定资产净值 1,802.98 亿元，较年初大幅增加 53.73%；累计计提折旧 135.99 亿元，固定资产成新率 92.78%，较年初基本持平，成新率较好；其中为取得借款而抵押的固定资产账面价值 1,661.83 亿元，占比 92.17%，已抵押固定资产占比较大，公司飞机、集装箱及境内融资租赁的租赁物大多用来抵押获得银行借款和 ABS 等。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 2,917.66 亿元，较年初下降 2.87%，主要系融资租赁规模的下降导致长期应收款减少所致，构成较年初变化不大。

总体看，跟踪期内由于业务规模的扩张，公司资产规模持续增长，公司资产以应收融资租赁款和固定资产为主，资产质量较好，但受限程度较高，流动性偏弱。

3. 负债及所有者权益

负债

近年来，公司租赁业务的快速发展带动公司负债规模较快速增长，截至 2017 年末，公司负债总额 2,649.81 亿元，较年初增长 48.12%，其中有息债务 2,366.40 亿元，占比 89.31%。全部债务中，长期债务占比较大，截至 2017 年末占比 75.76%，较年初小幅提升 2.13 个百分点。随着公司债务规模的增长，杠杆水平增长较快，截至 2017 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 88.21% 和 86.98%，分别较年初增加 5.63 和 5.69 个百分点，公司债务负担较大。

2018年以来，随着偿还部分债务，负债水平有所下降，负债总额降至2,568.23亿元，全部债务降至2,302.83亿元，较年初减少2.69%，从期限来看，债务到期分布较为均匀，总体分布较为合理。同时，联合评级注意到公司于一年内将有逾500亿债务到期，需关注其短期偿付压力。并且2017年以来，面临国内降杠杆、金融监管趋严的环境，加之海航系舆情对公司的资金流动性、融资成本都产生了负面影响，加大了公司的融资难度，公司面临的流动性压力有所上升。

表 13 截至 2018 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元，%）

到期日	金额	占比
1 年以内	518.46	22.51
1~2 年	251.72	10.93
2~3 年	277.41	12.05
3~4 年	551.44	23.95
4~5 年	285.96	12.42
5 年以上	417.84	18.14
合计	2,302.83	100.00

资料来源：公司提供

总体看，随着公司业务规模的扩大及并购活动融入资金，融资规模呈增长趋势，债务负担增长明显，杠杆率较高，债务结构较为合理，期限分布较为均匀；但一年内到期逾500亿元，存在一定短期偿债压力。

所有者权益

2017年以来公司所有者权益的增长主要依靠利润留存。截至2017年末，公司所有者权益（含少数股东权益）合计354.14亿元，较年初下降6.16%，主要系少数股东权益的减少所致，其中，归属母公司所有者权益316.37亿元；归属于母公司所有者权益中，主要由股本（占比19.55%）、资本公积（占比53.98%）和未分配利润（占比24.59%）等构成，资本公积主要由股本溢价构成，公司权益稳定性尚可。截至2018年3月底，公司所有者权益349.43亿元，较年初下降1.33%，其中其他综合收益降至-11.16亿元，主要系外币报表折算差所致。

总体看，近年来随着利润留存，公司所有者权益逐年稳步增长，稳定性尚可。

4. 现金流

从经营活动现金流来看，随着公司重大资产重组后，租赁项目投放的金额逐年增长，故租金回收亦大幅增加，2017年经营活动现金流入275.36亿元，同比增长46.42%；与此同时公司经营支出亦大幅增长，2017年经营活动现金流出65.13亿元，同比增长33.97%。2017年公司经营活动产生的现金流量净额为210.23亿元，公司经营活动产生的现金净流入规模较大。

从投资活动来看，近年来，公司购入固定资产规模较大且并购活动频繁，投资活动现金流持续呈净流出态势，且净流出规模延续了增长趋势，2017年，公司投资活动现金净流出规模为850.91亿元，同比增长53.08%。

从筹资活动来看，公司通过银行借款、发行债券、股权融资等多种方式筹集资金，以满足公司投资需求，2017年筹资活动保持净流入状态，为656.42亿元，同比增长153.26%。公司投资活动所需资金较大，经营活动产生现金净流入无法满足投资需要，公司有较大的筹资需求。

表 14 公司现金流量情况表 (单位: 亿元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
经营性现金流量净额	139.45	210.23	54.85
投资性现金流量净额	-555.85	-850.91	21.56
筹资性现金流量净额	259.19	656.42	-10.61
现金及现金等价物净增加额	-152.68	24.77	59.81
期末现金及现金等价物余额	100.02	124.79	184.59

资料来源: 公司审计报告、一季度报

2018 年 1~3 月, 公司经营活动产生现金流入净额 54.85 亿元; 公司融资租赁规模缩减, 投资活动现金流出下降, 投资活动产生现金净流入 21.56 亿元; 筹资活动现金净流出 10.61 亿元。

总体看, 公司作为上市公司, 融资渠道较为畅通; 2017 年, 公司投资活动资金需求较大, 经营活动现金流对投资活动资金需求的保障程度弱, 投资活动对外部融资依赖程度较高。

5. 盈利能力

2017 年, 公司实现营业收入 359.34 亿元, 同比增长 48.14%, 飞机销售和经营性租赁对收入的贡献度大幅提高。随着业务规模的增长, 营业成本亦有所增长, 2017 年为 211.52 亿元, 同比增长 37.66%。

从期间费用来看, 2017 年公司期间费用总额 101.05 亿元, 同比增长 91.79%, 主要系财务费用大幅增加所致, 期间费用中财务费用占比最大, 2017 年为 79.52 亿元, 占比达到 78.70%; 其中利息支出 80.20 亿元, 同比增长 97.51%, 主要系债务规模增长以及融资成本攀升所致; 2017 年公司管理费用 19.77 亿元, 同比增长 39.15%, 主要系一次性确认并购费用所致。2017 年公司费用收入比为 28.12%, 较上年增加 6.40 个百分点。综合以上因素影响, 2017 年公司实现利润总额 40.62 亿元, 同比增长 22.98%, 净利润 31.56%, 同比增长 11.08%。

表 15 公司各项盈利指标情况 (单位: %)

指标	2016 年	2017 年
总资本收益率	4.25	4.72
总资产报酬率	4.23	4.67
净资产收益率	8.09	8.63
营业利润率	36.33	40.97
费用收入比	21.72	28.12

资料来源: 公司年报, 联合评级整理。

从各项盈利指标来看, 2017 年由于毛利率较高的经营租赁规模增长的影响, 各项盈利指标均有所增长, 2017 年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 4.72%、4.67% 和 8.63%, 较 2016 年分别增长 0.47、0.45 和 0.54 个百分点。

2018 年 1~3 月, 公司实现营业收入 74.13 亿元, 同比下降 21.97%, 主要系公司出售飞机数量下降所致; 受此影响, 公司经营租赁收入占比大幅增至 72.97%, 由于经营租赁毛利率水平较高, 综合毛利率上升至 48.60%; 同期实现净利润 5.90 亿元, 较上年同期增加 5.41%。

总体看, 跟踪期内, 随着租赁业务的发展及合并范围的扩大, 公司收入及利润规模增长较快, 公司整体盈利能力较强。

7. 偿债能力

截至 2017 年末，公司流动资产 493.47 亿元，较年初增加 10.61%；同期，受短期债务持续增长的影响，流动负债持续大幅增长，年均复合增长 41.92%，截至 2017 年末，公司流动比率和速动比率分别为 0.74 倍和 0.71 倍，较年初有不同程度下降；经营性现金流方面，随着经营性现金流净流入规模的增长，经营性现金流净额/短期债务有所增长增加，2017 年为 0.37 倍，但仍不能形成较好覆盖，公司短期偿债压力较大。

长期偿债能力方面，随着经营规模的扩大，利润总额大幅增加，另外融资需求的增加导致利息支出增加，受以上因素影响 2017 年公司 EBITDA 为 209.35 亿元，较 2016 年增加 68.96%，构成以折旧、利息支出和利润总额为主，分别占比 41.39%、38.31%和 19.40%；EBITDA 利息倍数为 2.61 倍，EBITDA 全部债务比为 0.09 倍，公司盈利对于利息的覆盖程度较好，但对债务的覆盖倍数较低。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司共获境内金融机构授信总额 1,016.67 亿元，实际已使用额度 523.56 亿元，公司间接融资能力较强、融资渠道通畅；另外，公司作为上市公司，直接融资能力较强。

根据中国人民银行征信中心出具的企业征信报告显示，截至 2018 年 5 月 3 日，公司已结清信贷业务中曾有过 6 次欠息记录，均在 2009 年及之前结清，未结清业务中均为正常类。

总体看，跟踪期内，公司负债规模增长较快，盈利对债务的覆盖倍数较低，但对于利息的覆盖程度仍然较好。同时考虑到公司作为国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，资本实力雄厚，盈利能力较强，公司整体偿债能力仍属极强。

七、跟踪债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司净资产总额为 354.14 亿元，为公司“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”待偿本金合计（49.90 亿元）的 7.10 倍，公司净资产对债券的覆盖程度高；净资产能够对“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 209.35 亿元，为待偿本金合计（49.90 亿元）的 4.20 倍，公司盈利对“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金净流入 210.23 亿元，为待偿本金合计（49.90 亿元）的 4.21 倍，公司经营活动现金流入量对公司债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司作为国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，在资本实力、业务规模和对外融资等方面具有优势；并且公司在业务发展、海外并购、资金使用等方面得到了海航资本和海航集团的大力支持。公司对“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的偿还能力极强。

八、综合评价

公司作为目前国内唯一一家同时拥有金融租赁牌照、内资融资租赁试点牌照和境外牌照的上市租赁公司，2017 年以来业务规模和资产规模延续了近年来的增长趋势，营业收入及利润快速增长。公司股东海航资本和其股东海航集团资本实力较强，客户资源丰富，作为其下属子公司，公

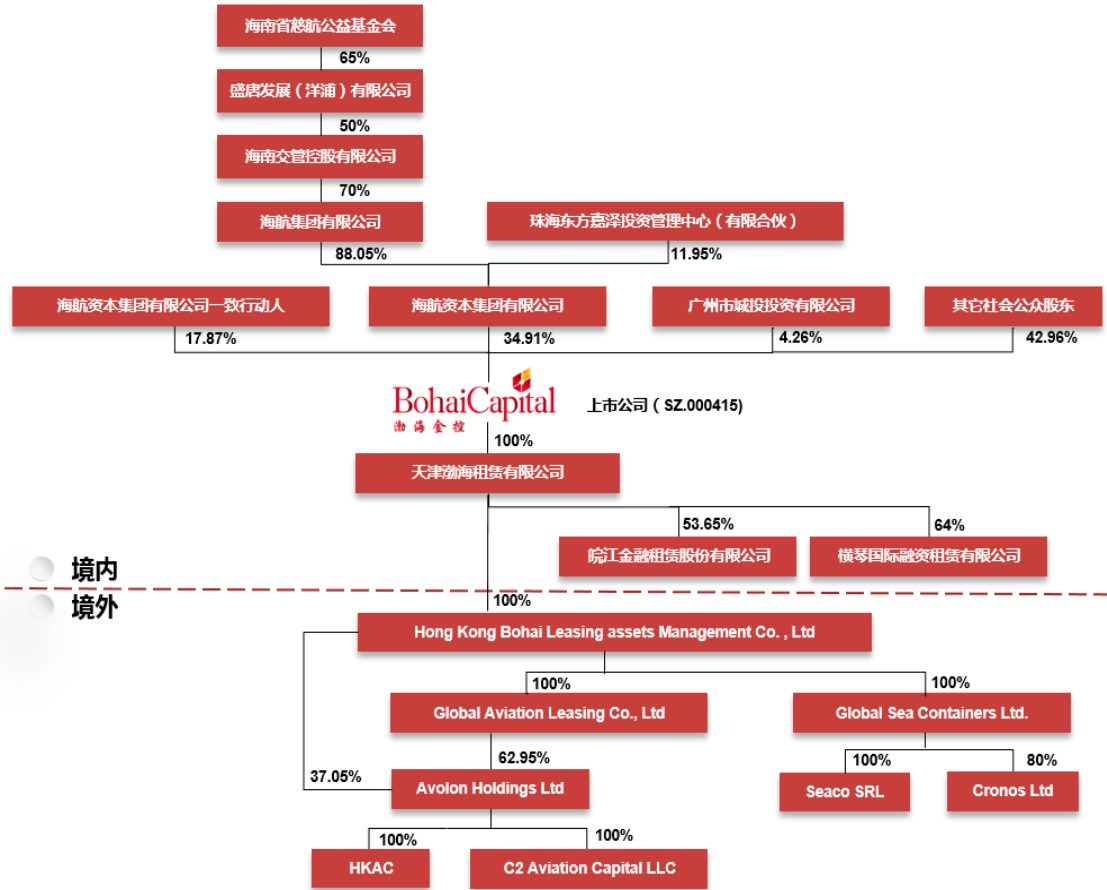
司在业务发展、海外并购、资金使用等方面得到了股东的大力支持。

同时，联合评级也关注到，近年来，伴随着租赁业务规模的扩张，公司刚性债务规模增长较快，杠杆水平较高；公司境内外各平台间协同效果及资产整合情况需进一步关注。

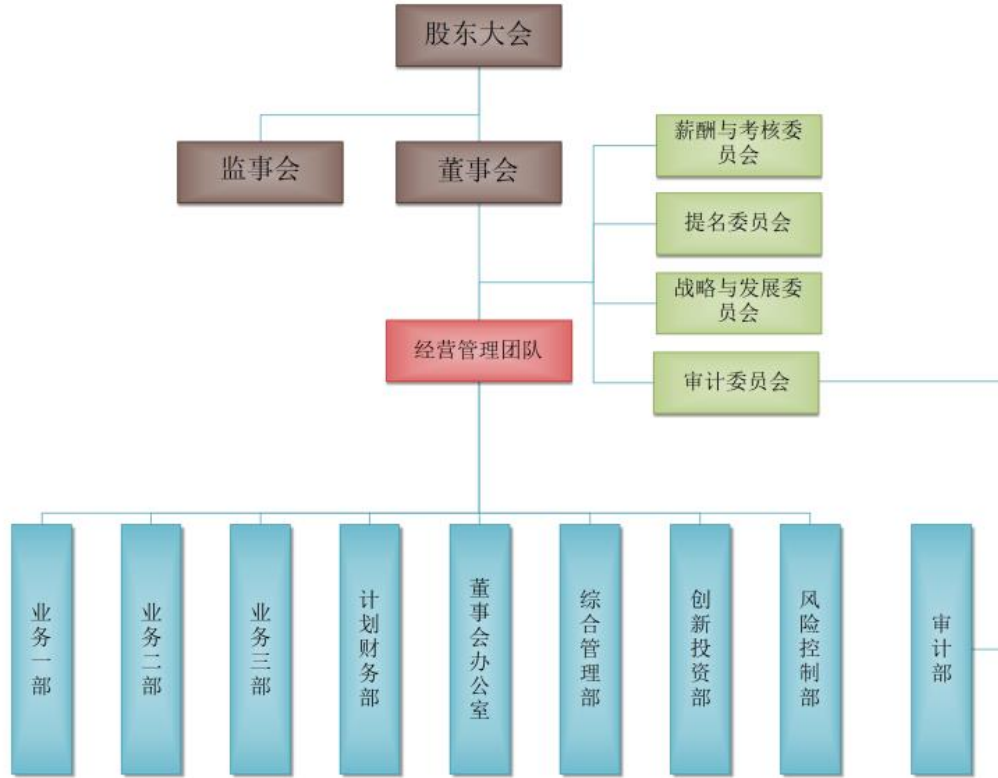
未来随着国家一带一路、海上丝绸之路、国有企业改革、供给侧改革的政策落实，同时全球主要发达经济体和新兴市场经济体复苏，公司有望继续保持经营优势，收入和利润水平有望继续提高。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“13 渤租债”、“15 渤租 01”和“15 渤租 02”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 渤海金控投资股份有限公司
股权结构图



附件 2 渤海金控投资股份有限公司 组织结构图



附件 3 渤海金控投资股份有限公司 主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	2,166.32	3,003.94	2,917.66
所有者权益 (亿元)	377.37	354.14	349.43
短期债务 (亿元)	432.40	573.69	518.46
长期债务 (亿元)	1,207.13	1,792.74	1,784.37
全部债务 (亿元)	1,639.53	2,366.43	2,302.83
营业收入 (亿元)	242.58	359.34	74.13
净利润 (亿元)	28.41	31.56	5.90
经营性净现金流 (亿元)	139.45	210.23	54.85
总资本收益率 (%)	4.25	4.72	0.23
总资产报酬率 (%)	4.23	4.67	0.24
净资产收益率 (%)	8.09	8.63	1.68
营业利润率 (%)	36.33	40.97	48.51
费用收入比 (%)	21.72	28.12	36.52
资产负债率 (%)	82.58	88.21	88.02
全部债务资本化比率 (%)	81.29	86.98	86.83
长期债务资本化比率 (%)	76.18	83.50	83.62
流动比率 (倍)	0.92	0.74	0.94
速动比率 (倍)	0.89	0.71	0.92
现金短期债务比 (倍)	0.45	0.46	0.58
经营现金流动负债比率 (%)	28.81	31.68	9.06
EBITDA (亿元)	123.49	209.35	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.05	2.61	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.09	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.48	4.20	--

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。